lax889889.com 299520.xyz

从商户视角看拼多多的发展及对行业的影响

东方证券 ORIENT SECURITIES

深度报告

【行业·证券研究报告】

核心观点

- **我们认为拼多多成立至今核心在于对流量（既用户端）的心智把握，供给端为配合着升级。我们认为拼多多成长期间有 2 个“代表性明星产品”，带动公司 2 大发展阶段，该两大明星产品均展现公司对流量增长的能力：**1）成立初期“低价爆款社交裂变”+多多果园。2018 年及以前，拼多多通过该组合配合完成了初始用户积累（初期 3-4 亿下沉用户）；2）2019 年以来“百亿补贴”及近期升级策略。19 年中推出的“百亿补贴”标志着拼多多流量增长能力，该能力基于对用户心态的把握，把进一步的用户拉进平台实现破圈（今年 Q1 达 6 亿用户），“百亿补贴”也被同行所借鉴。
- **怎么理解百亿补贴目前阶段和作用？**我们认为今年进入“百亿补贴 2.0”阶段，百亿补贴创造的大规模流量尚不急于变现，而是流量置换逻辑，将补贴的模式从现金补贴商品，转变为流量补贴商户。从而吸引更好商户，对商户进行分级，通过向优质商户倾斜流量吸引品牌方入驻，进而丰富平台 SKU 供给（品牌方 SKU 数远大于经销商），反过来增加用户黏性、复购频次，形成正循环 。
- **近期研究结论**：1）拼多多去年的百亿补贴取得初步成功，品牌自带流量，但平台尚处于优化供给、做大交易额的阶段，对优质商户采取流量补贴（不急于变现），目前对商户最大的吸引力为，流量增长快，且免费流量占比比其他电商平台更高，销售费率低；2）部分高端品牌进驻拼多多的主要顾虑，是考虑到平台的客单较低会影响品牌的价格体系；3）商户在拼多多布局的 SKU 数量和阿里相比仍有差距，且多为特价款，重合度较低，由于销售额的增速快，部分品牌计划扩大 SKU 供给；4）部分商户反馈，综合全年来看，拼多多的商品折扣率和淘系是类似的（淘系大促的折扣力度比拼多多更大）。

投资建议与投资标的

- 中国的实物商品的线上渗透率目前为 25%，我们长期仍然看好商业交易的数字化进程，建议关注 1）在流量运营端有优势的电商平台：拼多多(PDD.O，买入)，2）具备流量红利，电商交易规模快速提升的互联网社区：值得买(300785，买入)；2）去中心化电商 SaaS 服务商：中国有赞(08083，未评级)、微盟集团(02013，未评级)。

风险提升

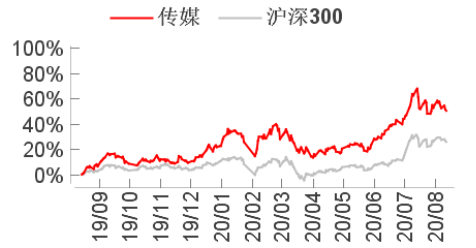
- 拼多多供给端优化情况不及预期；拼多多获客成本大幅提升

证券代码	公司名称	股价	EPS			PE			投资评级
			19	20E	21E	19	20E	21E	
PDD.O	拼多多	90.11 美元	(3.81)	(0.34)	10.58	-	-	59.3	买入
300785	值得买	102.39	1.48	1.80	2.30	69.32	56.90	44.60	买入

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，(上表中预测结论均取自最新发布上市公司研究报告，可能未完全反映该上市公司研究报告发布之后发生的股本变化等因素，敬请注意，如有需要可参阅对应上市公司研究报告)

行业评级	看好 中性 看淡 (维持)
国家/地区	中国
行业	传媒行业
报告发布日期	2020 年 08 月 14 日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 项雯倩
021-63325888*6128
xiangwenqian@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517020003

证券分析师 吴丛露
wuconglu@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520020003

证券分析师 李雨琪
021-63325888-3023
liyuqi@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520050001

联系人 詹博
021-63325888*3209
zhanbo@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。
liaohan.net nblax520.com

VISIT…

lax889889.com 299520.xyz

目 录

一、拼多多上市以来的回顾.....4
18Q2-19Q1：整治假货，推新品牌计划.....5
19Q2-19Q4：百亿补贴 1.0 引入高单价标品扭转用户心智.....6
2020 年以来：百亿补贴升级到 2.0 版本，推行品牌化升级.....7
关于拼多多发展阶段的总结思考.....8
二、近期电商商户经营情况.....9
1）商户对不同平台的定位.....9
2）商户在不同电商平台上的商品供给情况.....10
3）商户的流量运营及消费者特征.....11
4）商户在不同平台的盈利能力.....12
三、对拼多多和行业的总结思考.....12
研究总结：.....12
思考一：关于拼多多的不同发展阶段，及对行业的影响.....13
思考二：关于拼多多的“品牌升级”与天猫的现阶段差异.....14
投资建议.....15
风险提示.....15
附录一：拼多多和淘系的营销工具.....15
一、拼多多的营销工具.....15
二、阿里巴巴的营销工具.....17
附录二：拼多多在百亿补贴/农产品上行方面举措.....19

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图表目录

图 1：拼多多上市以来的市值变化及业绩表现 5
图 2：拼多多的边际获客成本（元/人） 5
图 3：电商平台环比新增年活跃买家数（百万） 12
图 4：拼多多的营销工具.....16

表 1：拼多多各营销工具及其特点 10
表 2：拼多多各营销工具及其特点 16
表 3：阿里的营销工具及其特点.....17
表 4：拼多多“百亿补贴”相关举措 19
表 5：拼多多农产品上行相关举措 19
表 6：拼多多“新品牌计划”相关举措.....20

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

该篇报告主要就拼多多近期对行业的影响做一些回顾和趋势性判断。主要两点贡献：

第一，是我们对拼多多平台的理解和回顾；

第二，试图从商户的角度，了解拼多多这个平台对行业带来的影响。

总结来看，我们认为**拼多多主要在流量端和其他电商平台有差异**（用户心智把握），是首个高效利用微信生态流量的电商，从最初的“低价爆款+多多果园”阶段，吸引最初 3-4 亿核心用户（下沉为主），到 19 年中起的“百亿补贴”阶段（收获中间带用户及阿里的用户），两个阶段的明星产品把用户数做到了行业最快增长。从商户端角度看，拼多多与其他电商平台相对更看重服务商户端、优化商品端不同，拼多多相对擅长的是流量运营，通过掌握大量流量吸引供给端的入驻，再通过给予优质供给更多流量扶持，进行商户和商品的分层结构性优化，实现商品和服务质量的持续提升，从而吸引消费者的留存和复购。

我们认为拼多多今年除了百亿补贴继续带来的流量增长，或将花更大的力气在商户端策略。拼多多的活跃买家数已跃至全国第二且地位稳固，流量端的增长的重心由“人数”转变为“人均”，供给端改善的优先级提升。目前“百亿补贴”已经成为平台自带流量的核心坑位，我们认为平台当下更重要的任务是招募更多品牌级别的商户入驻，而**不急于将流量变现**，因此今年百亿补贴 2.0 的核心内容，我们认为可能更多将采取对商户流量补贴形式，用平台的流量优势吸引品牌方入驻，进而丰富平台的 SKU 供给（品牌方的 SKU 数远大于经销商），反过来在流量端增加用户的黏性、复购频次。

一、拼多多上市以来的回顾

拼多多上市以来，业务重心可分为：

1）2015-2018 年的“低价爆款+游戏低成本引流”

2）2019 的“百亿补贴 1.0 引入高单价标品扭转用户心智”阶段；

3）今年“百亿补贴 2.0 品牌化升级”的阶段。

估值方面，也经历了几个阶段的变化：

上市之初，各指标维持高增速，市场对公司寄予高预期，估值维持在 0.6-0.8xPGMV 的高位；

18 年底至 19 年初，公司没有新的、有效的获客策略，用户增长放缓，估值也下滑到 0.25-0.40xPGMV 区间；

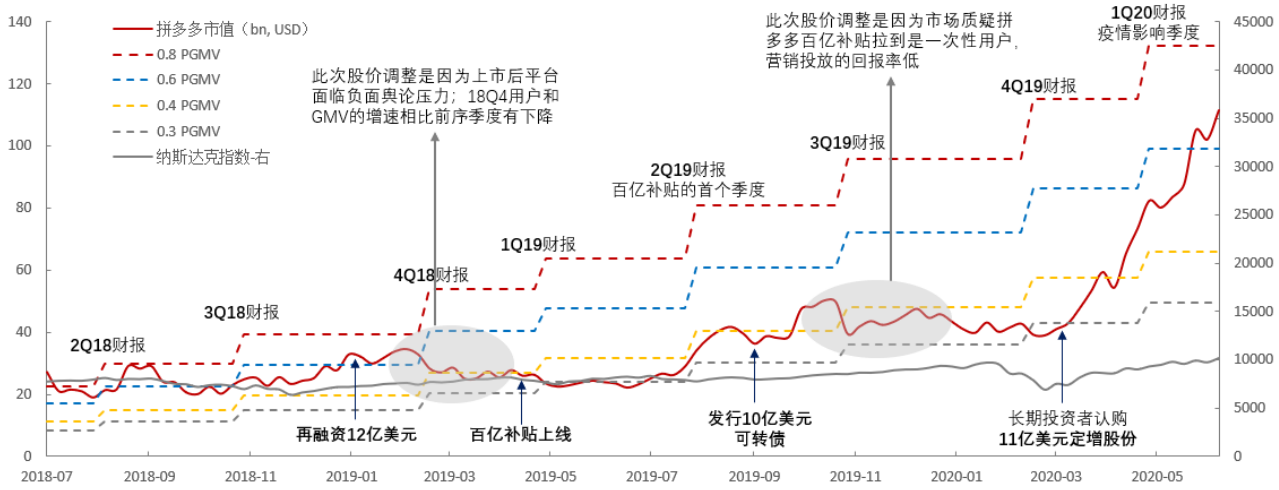
19 年中，“百亿补贴”上线，用户增长重新加速，估值回升到 0.4xPGMV 以上；

今年以来，百亿补贴的品牌效应形成，引流拉新效果被确认，加上疫情期间平台的出色业绩表现，估值持续提升，回到上市之初 0.6-0.8xPGMV 的区间。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

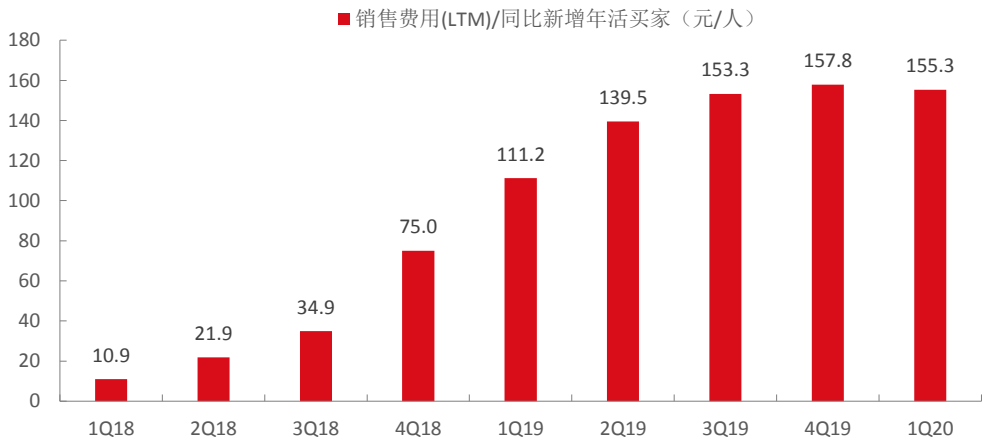
图 1：拼多多上市以来的市值变化及业绩表现



	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20
环比新增AAB	49	42	33	25	40	53	49	43
环比新增MAU	29	37	41	17	76	64	52	6
ARPU yoy	98.1%	99.1%	95.3%	86.5%	92.4%	75.2%	52.6%	46.6%
当季GMV yoy	328.6%	232.7%	163.2%	129.6%	183.5%	110.9%	81.4%	99.1%
销售费用LTM/GMV LTM	2.04%	2.31%	2.76%	2.96%	2.75%	2.75%	2.61%	2.48%
财报发布后90天内相对指数涨幅	18.4%	32.4%	-37.2%	9.2%	49.0%	-24.1%	64.8%	40.8%
PGMV	0.55-0.80	0.45-0.70	0.35-0.45	0.25-0.40	0.35-0.50	0.30-0.40	0.30-0.50	0.50-0.65

资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 2：拼多多的边际获客成本（元/人）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

18Q2-19Q1：整治假货，推新品牌计划

平台主要动作：规范商户/商品，推新品牌计划

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

1）整治假货，规范平台。上市之初，由于彼时平台对商品和商户的管理机制尚不够完善，随着上市后曝光度的提升，出现了很多关于拼多多商品的负面新闻，例如“低价奶粉事件”、“创维发布声明要求拼多多停止销售假冒创维电视产品”等，平台开启大力度的整治工作。最典型的就是“双打行动”，拼多多对涉嫌假冒侵权商品进行下架处理，仅 8 月 2 日至 9 期间，平台强制关店 1128 家，下架商品近 430 万件，批量拦截疑似假冒商品链接超过 45 万条；除此之外，拼多多还采取了诸如与反盗版联盟合作进行版权合作、建立信用评价指标、为商户提供网络经营场所证明等措施。

2）开展“新品牌计划”。2018 年 12 月，拼多多宣布推出“新品牌计划”，将扶持 1000 家各行业的中小微企业，帮助企业更有效地触达消费者，以最低成本培育品牌（C2M 模式），首期试点 20 家工厂，包括潮州松发陶瓷、浙江三禾厨具、安徽富光保温杯等。推出的 6 个月时间里，累计收到超过 6000 家制造企业递交的申请，近 500 家企业和品牌方参与了试点工程。

业绩表现：

18Q3 及之前，公司的年活跃买家数连续数个季度保持每季环比新增 4000 万+的速度，每个季度的 GMV 保持翻倍增长，且边际获客成本仍然保持较低的水平；但是从 18Q4 开始，环比新增年活跃买家数明显放缓（18Q3 和 19Q1 环比分别新增 3300 万和 2500 万），边际获客成本快速上升，18Q4 的边际获客成本比 18Q3 增加一倍，19Q1 比 18Q4 提升近 40 元，一定程度上说明当时拼多多想通过传统电商逻辑去推进商品品牌化升级的供给端改善，因当期用户与品牌商户不匹配，去带来流量拉新的方法效果差，打入一二线市场的策略没有起明显效果。

估值变化：

上市之初，市场对拼多多的依靠社交裂变及游戏渗透下沉市场，从而低成本地快速拉新方式非常认可，且用户数和 GMV 保持高增速，因此公司在上市之初保持了较高的估值倍数（PGMV 在 0.6-0.8 之间）。但是到了 18 年 4 季度及 19 年初，拼多多销售低质低价商品的品牌形象在用户心智中深化，且品牌化升级推进不顺畅，拼多多的用户增速开始放缓，年活跃买家数环比新增量开始下滑，获客成本大幅上升，拼多多的估值下滑到 0.25-0.40xPGMV 区间。

19Q2-19Q4：百亿补贴 1.0 引入高单价标品扭转用户心智

平台重大动作：推出百亿补贴，重点补贴价格透明的高单价标品

1）百亿补贴：19 年 5 月，拼多多宣布推出“美好生活万人团”活动，计划联合品牌方投入百亿补贴上万款产品，至 5 月 12 日已推出近 4000 款“万人团”产品。在 618 大促时，拼多多启动了“百亿补贴”活动，将联合品牌为多款产品提供现金补贴，参与活动的产品多为热门、高关注度、高单价的产品，例如 iPhone、戴森吹风机、海蓝之谜等；百亿补贴活动持续到了“双 11”和“黑五”。百亿补贴的流量及商品供给不断提升，截至 19 年 9 月份，拼多多“百亿补贴”入口的日活用户已经突破 1 亿，参与计划的国内外品牌超过 2800 家，热门补贴商品超过 2.3 万款。

2）与亚马逊联手，参与“黑五”大促：19 年 11 月，亚马逊海外购以“限时快闪店”的形式登陆拼多多，将运营至 12 月底，提供来自海外的约 1000 多种商品。拼多多也宣布参与“黑色星期五”

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

大促活动，除了亚马逊之外，还引进了多个国际品牌授权经销商，延续百亿补贴活动。在拼多多 APP“百亿补贴”和“全球购”的频道，均设立了亚马逊海外购的入口。

业绩表现和我们的理解：

百亿补贴上线后的首个季度，平台的环比新增活跃买家数扭转了下滑趋势，从 19Q1 的新增 2500 万提升到 19Q2 的新增 4000 万；且用户年化消费金额的增速也逆转下滑趋势，从 19Q1 的不到 87%提升到 19Q2 的 92%。用户结构也得到了改善，一二线用户开始在平台上购买高单价商品了，根据公司公告，截至 19Q3 一线城市用户的年均消费金额超过了 5000 元。获客成本的增幅开始放缓，且由于用户数和 ARPU 均有明显提升，销售费用/GMV 的比例反而有所下降。我们认为，“百亿补贴”的推出，之于拼多多、之于当时的行业，是一个充满智慧的产品，再次彰显了拼多多在用户心智把握上的精准度。一方面，因为开辟了一个专门展示高单价品牌型商品的专区，并联合保险公司保证正品，可以让品牌型商品不用参与白牌型商品的价格竞争，同时用户在该专区浏览商品时，对买到“山寨”商品的担忧会明显下降；另一方面，当时其他电商促销规则日益复杂化（优惠券+满减+赠品+限时折扣），而“百亿补贴”没有套路，通过补贴现金的方式，简单而直接地降低价格，对消费者反而更具吸引力。

估值表现：

19Q2，百亿补贴后的首个季报发布后，各项数据表明拼多多突破了单纯定位低线市场消费需求的瓶颈，能以比较高的效率拉到更多用户并提升客单价，拼多多的市值上了一个台阶，从之前的 200-300 亿美元左右提升到 400 亿+美元，PGMV 由之前的 0.3 左右提升到了 0.4 及以上。

19Q3，虽然活跃买家数的环比增速仍然非常可观（为上市以来新增最多的季度），但市场担心高线市场的用户只是因为低价来平台进行一次性的消费，粘性不够，所以该季度过后 PGMV 估值回落到 0.3-0.4 的区间。

19Q4 的业绩发布，用户数在高基数的情况下，仍然维持高增长，用户活跃度（MAU/买家数）及 ARPU 持续改善，且边际获客成本基本持平，销售费用/GMV 下降，“百亿补贴”的品牌及流量价值得到市场认可，估值开始持续上涨，PGMV 估值突破 0.4，向 0.6 靠近。

2020 年以来：百亿补贴升级到 2.0 版本，推行品牌化升级

平台重要动作：百亿补贴升级到 2.0 版本，推出更多样的社交属性产品

1）今年以来，最重要的策略是百亿补贴升级到 2.0 版本：将从中腰部品牌入手，对商户的补贴从现金补贴转变为流量补贴，并推动商品供给方由经销商转成品牌方。百亿补贴 1.0 时代，平台开设“百亿补贴”专区，利用现金补贴高单价、价格透明的高标品，辅以营销推广，吸引来大批用户，而从供给端来看，当时品牌商品的供给更多依赖品牌经销商，平台的活动更多是以单品而非品牌为单位；经过 2019 年的努力，“百亿补贴”已经成为一个自带大流量的坑位，平台当下更重要的任务是招募更多品牌级别的商户入驻，而不急于将“百亿补贴”的流量变现，因此今年百亿补贴 2.0 的核心内容，是用平台的流量优势吸引品牌方入驻，进而丰富平台的 SKU 供给（品牌方的 SKU 数远大于经销商），反过来在流量端增加用户的黏性、复购频次。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

2）百亿补贴 2.0 之外，在社交功能、商家营销工具、供给端升级方面也做了更多尝试，包括：

- **拼小圈**：“拼小圈”为拼多多购物订单的分享社交功能，入口在首页核心位置（目前拼多多的首页焦点图已经取消），用户开通功能后，可以分享自己及查看好友近期的购物动态及点评内容，建立了一个基于熟人关系的商品评价体系，且好友之间购买信息的传递有可能增加用户发现需求的可能性及提升下单的概率。目前，拼小圈已经支持用户分享非购物类的内容，社交属性进一步升级。
- **上线多多直播**：2019 年 11 月，首场直播试水；2020 年 1 月，“多多直播”正式上线，大部分缴纳店铺保证金的商户都有开播权限，目前如果店铺如果正在直播，点进相关商品就会有直播间的小窗浮现在周围。为了鼓励商家直播，目前拼多多平台不收取技术服务费，且为直播商家给予一定流量扶持（例如在首页 banner、APP 开屏给予展示等）。直播功能的为平台商户提供了更多的营销工具，可以帮助平台提升用户留存时间增加用户对平台黏性，并提升转化率。
- **和国美战略合作，认购其可转债**：4 月拼多多认购国美零售发行的 2 亿美元可转债，如完成转股，将占发行后的 5.62%。双方将达成战略合作，国美全量商品上架拼多多，品牌大家电将参与“百亿补贴”计划；国美旗下安迅物流、国美管家两大服务平台，将成为拼多多物流和家电后服务提供商；拼多多向国美提供消费大数据、平台流量等资源。

业绩表现和我们的理解：

用户数在 19 年底近 6 亿的基础上，20Q1 仍新增 4300 万。Q1 单季，虽然有疫情的影响，但是 GMV 仍然实现 99%的同比增速，是所有主流电商平台中增速最快的（即使由于快递停运导致退款率有所提升，但增速仍非常可观）。边际获客成本不仅没有提升，反而微降。

估值表现：疫情的爆发使快递停运虽然在短期内对电商行业的业务量有负面影响，但是长期来看，反而培养了用户线上购物的习惯。拼多多在疫情期间，无论使从买家增速还是 GMV 增速，均超出市场预期，且用户的不断攀升，根据第三方数据的统计，拼多多 20 年 3 月的 DAU 已经超过去年购物旺季的 11 月份的 DAU，加上长期投资者在 3 月底认购了公司的定增股份坚定了市场信心，今年一季度拼多多的市值持续提升，PGMV 突破 0.6，估值水平恢复到初上市时的区间。

关于拼多多发展阶段的总结思考

电商本质是商品和需求的连接桥梁（商品信息流、资金流、实物流的连接），同时服务**商户和**消费者，其价值在于让“三流”的沟通效率更高。回顾拼多多、阿里、京东的发展，可以发现三者**在商户运营和消费者运营方面，有不同的理解和优势**，其中：

- **阿里**对**商户的需求**理解最为深刻（阿里的使命是“让天下没有难做的生意”）；
- **京东**对**服务质量**的要求最为严格（京东的核心价值观是“客户为先、诚信、 协作、感恩 、拼搏 、担当”）；

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

- **拼多多**对**用户心智**把握更精准（“把资本主义倒过来”是理念基础，口号是“拼得多，省得多”，基于我国 6 亿人月收入 1000 元以下的基本国情，这个口号直击大部分消费者的心理），这种用户心理的精准把握能力体现在多方面，**典型代表**是“拼购”的模式、“多多果园”的浇水领水果游戏，以及“百亿补贴”活动，这些明星产品随后也被其他电商平台所借鉴，例如阿里的“天猫农场”（现更名芭芭农场），京东的“东东农场”；“百亿补贴”项目也被阿里、京东、唯品会等多个平台借鉴。

总结来看，拼多多和阿里、京东的发展路径是不一样的。阿里和**京东**在成立之初，重点是供给端的优化，再通过优质的商品供给和服务吸引消费者。**拼多多**更侧重用户端的流量运营，通过“低价爆款拼团+社交裂变”等流量运营手段先做大用户规模，再利用巨大的用户流量池吸引商户加入，改善商品供给，提升用户留存。

二、试图去理解平台带给了商户什么?

目前拼多多和同行的差距主要来自于 ARPU，拼多多不到 2000，仅为京东的 1/3、阿里的 1/5。ARPU 的提升，可以通过提升复购频次及单位订单金额实现。我们认为提升频次更重要，一方面，可以通过流量运营手段提升用户的打开频次及停留时间（例如做好游戏、红包裂变、拼小圈、直播等产品）；同时，也需要丰富、优化平台的商品供给，而这需要商户的品牌性升级实现。截至 19 年底，拼多多的活跃商户数已经超过 500 万家，从数量级上看和淘系平台的差距不大，但是结构上，仍然缺乏大型品牌商户，或是缺乏品牌型商户的重点运营投入。我们理解今年“百亿补贴”已升级到 2.0 版本，利用流量补贴吸引更多的品牌商入驻。那么平台又可以给商户创造什么价值?

1）商户对不同平台的定位

我们认为，过去白牌或中小经销商享受到了拼多多平台的流量红利，逐步的目前越来越多的中等客单的三四线品牌也享受到到拼多多的流量红利（因本身平台用户数增多），并愿意加大在拼多多渠道的资源投入；但高客单的头部品牌的新品现阶段仍和拼多多的客群需求匹配度不高（拼多多 arpu 偏低），会对于拼多多渠道的入驻意愿较弱，而且主要将平台定位为出清尾货的渠道。

电商平台之于品牌/商户最根本的意义是连接需求和供给，什么样的用户需求吸引什么样的商品供给。拼多多虽已积累 6 亿多活跃买家，且通过“百亿补贴”逐渐培养起用户在平台上购买高单价标品的习惯，但现阶段，相比淘系、京东等电商平台，拼多多在大部分用户心智中，仍然是高性价比的定位，来拼多多平台的目的是为了搜寻低价商品，购买高客单的品牌性商品的习惯尚未完全建立，平台用户对客单的敏感度目前来看，仍然非常高。因此，不同品类、不同档次的品牌（导致客单不同）的商户，目前对拼多多平台的定位和诉求有较大差异：

对于低单价的品类（例如休闲食品），或定位大众化的品牌，拼多多是一个新兴的、流量成本更低的、面对更广阔客群的销售渠道，而且这些商户对拼多多渠道未来的增速，寄予很高的期待，并增加拼多多的产品供给丰富度，部分品牌在拼多多的销量达到一定规模后，开始开发针对拼多多渠道的特供款 SKU。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

而对于一些高单价类目的中高端品牌，由于其产品的主流价格区间，和拼多多当前用户的需求匹配度不高，因此他们对于拼多多渠道持相对中立的态度，一方面意识到平台的流量增长很快，但同时品牌为了维护产品价格体系的稳定性，不愿意折扣力度大的商品销售量增加，因此这类型的商户在拼多多渠道的投入力度目前仍然较小，且主要把拼多多渠道定义为清库存的渠道。

2）商户在不同电商平台上的商品供给情况

我们发现在商品供给的丰富度上，拼多多现阶段与天猫/淘宝仍有较大差距；天猫通常为新品发布平台，拼多多上供给的商品通常为特价非当季款；商品折扣率上两个平台相近。

SKU 供给：我们发现整体上拼多多单商户的 SKU 是低于阿里/京东的。我们认为部分商户仍将天猫定位为一个推新品、上人群测试款商品的渠道（天猫的数据和工具积累甚至可以指导品牌进行新品开发），把拼多多定位为一个上特价款 、旧款商品的渠道。拼多多的 SKU 供给少也和平台前期“单品打爆款”的运营策略有关。我们从各品类抽取了部分品牌，比较了他们在天猫官方旗舰店和拼多多旗舰店/专卖店的商品数，发现我们抽取的品牌中，大部分在天猫官旗的 SKU 数更多。

表 1：拼多多各营销工具及其特点

品牌	天猫		拼多多	
	店铺名称	商品数	店铺名称	商品数
南极人	南极人官方旗舰店	719	南极人内衣	107
特步	特步官方旗舰店	999+	特步	1089
安踏	安踏官方网店	999+	安踏	1203
富贵鸟	富贵鸟旗舰店	595	富贵鸟亨嘉专卖店	264
达芙妮	达芙妮官方旗舰店	795	时尚鞋类奥莱店	1509
洁丽雅	洁丽雅旗舰店	211	洁丽雅	200
水星家纺	水星家纺旗舰店	999+	嘉丽的店	820
完美日记	perfectdiary 旗舰店	212	平价国货严选店	67
珀莱雅	珀莱雅官方旗舰店	109	玲珑阁美妆专营店	177
稚优泉	稚优泉化妆品旗舰店	110	百臻美妆专营店	122
自然堂	自然堂旗舰店	193	自然堂	214
百雀羚	百雀羚旗舰店	148	百雀羚	153
橘朵	judydoll 橘朵旗舰店	111	橘朵玩趣专卖店	132
妮维雅	nivea 妮维雅官方旗舰店	290	妮维雅	166
洁柔	洁柔旗舰店	291	洁柔旗舰店	201
维达	维达官方旗舰店	287	Vinda 维达旗舰店	138
可心柔	corou 可心柔旗舰店	124	corou 可心柔旗舰店	21
清风	清风官方旗舰店	213	清风旗舰店	196
蓝月亮	蓝月亮官方旗舰店	296	蓝月亮官方旗舰店	63
憨豆熊	憨豆熊旗舰店	277	憨豆熊零食旗舰店	195
三只松鼠	三只松鼠旗舰店	595	三只松鼠	84

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

徐福记	徐福记官方旗舰店	109	徐福记	130
乐事	百事集团官方旗舰店	49	百事食品旗舰店	62
德芙	德芙官方旗舰店	130	德芙	83
白家陈记	白家陈记旗舰店	100	白家食品专营店	46
蒙牛	蒙牛旗舰店	188	蒙牛专卖店	63
伊利	伊利旗舰店	137	伊利勇鹏专卖店	66
美的	美的官方旗舰店	889	美的惠购专卖店	101
九阳	joyoung 九阳官方旗舰店	524	九阳精品专卖店	135
长虹	长虹官方旗舰店	59	长虹生活电器旗舰店	24
志高	志高厨房电器旗舰店	79	志高厨卫旗舰店	36
小天鹅	小天鹅官方旗舰店	88	小天鹅易购专卖店	64
小米	小米官方旗舰店	616	小米米粉专卖店	105
华为	华为官方旗舰店	215	晓机参谋数码旗舰店	114
OPPO	OPPO 官方旗舰店	74	OPPO 旗舰店	57

备注：部分品牌在拼多多未设立官方旗舰店，选取专卖店的商品数

资料来源：手淘 APP，拼多多 APP，东方证券研究所

产品价格区间上，我们了解到的大部分商户，在拼多多平台的主力商品的产品价格区间目前还是比淘系渠道低（因为是旧款或是小规格 SKU）。

折扣率方面，相对而言，淘系渠道更依赖大促节点进行销售，而拼多多主要靠日常销售，从商品折扣来看，淘系渠道商品的日常价格折扣力度虽然不如拼多多，但在大促节点的折扣率通常是高于拼多多的折扣率的，综合全年来看，有可能两个平台的商品折扣率是相近的。

退货率方面，相对而言，淘系渠道更依赖大促节点进行销售，而拼多多主要靠日常销售，从商品折扣来看，淘系渠道商品的日常价格折扣力度虽然不如拼多多，但在大促节点的折扣率通常是高于拼多多的折扣率的，综合全年来看，有可能两个平台的商品折扣率是相近的。

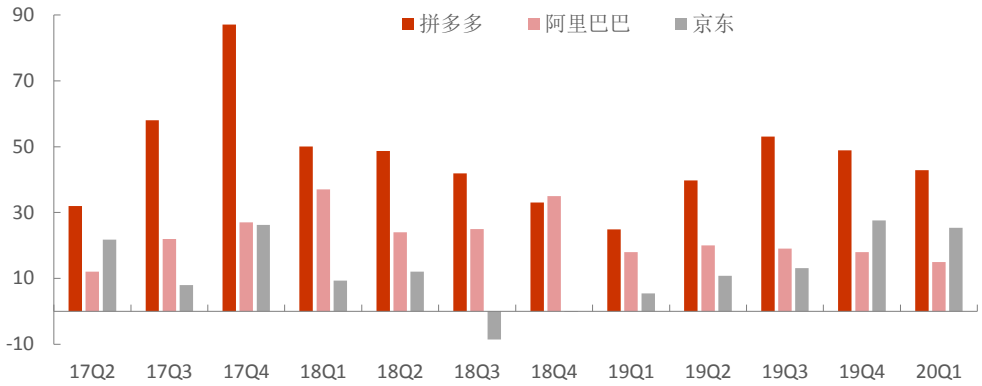
3）商户的流量运营及消费者特征

我们认为拼多多核心在于对流量的把握，所以形成了近期几个季度环比新增 4-5 千万（淘系和阿里不到 3 千万），新增流量快的情况下自然免费流量多。以及，拼多多 尚处于招募商户入驻、做大交易额的阶段，还没到货币化的时点，总体来看商户的免费流量的占比淘系更高。以及通过研究，我们发现拼多多的营销工具丰富度和成熟度尚不及淘系平台，该逻辑下大部分商户把品牌维度的营销预算放在天猫渠道也为合理选择。在拼多多平台属性下，降价会比投广告效用更高。淘系平台沉淀时间长、用户运营工具多，整体用户的复购率更高。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图 3：电商平台环比新增年活跃买家数（百万）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

流量来源及营销预算，拼多多目前的用户增速是所有电商平台中最大的，目前活跃买家数和阿里相差仅 1 亿，但是 SKU 供给数还远低于淘系，因此对商户来说，是有流量红利的。拼多多目前尚处于大规模招商、不急于变现的阶段，而且百亿补贴的 2.0 版本的变化之一就是用流量补贴替换现金补贴，因此在我们研究的商户中，目前几乎所有在拼多多平台的免费流量比例是比淘系更多的。而且大部分商户的营销预算大头仍然放在天猫。

营销工具及 ROI：阿里经营电商多年，营销工具及数据分析工具是其他平台尚不能比拟的，虽然传统营销工具“品直钻”的 ROI 有出现下降的趋势，但新营销工具“超级推荐”得到了大部分商户的认可。拼多多和淘系相比，营销工具更基础简单，而 ROI 不同商户的情况不一致，有些商户在淘系的数据基础好因此 ROI 更高，而有的商户的商品和拼多多渠道的需求匹配度很高、容易拉新，ROI 反而在拼多多更高。

用户特征：部分商户反馈拼多多和淘系的用户重合度较高，而且在提升；复购率方面，淘系渠道的用户运营工具更全面，大部分商户在淘系的复购率高于拼多多。

4）商户在不同平台的盈利能力

由于拼多多平台的产品有价格区间低、特价款多的特点，整体客单偏低，因此大部分商户在拼多多平台的毛利率更低、物流费率更高，导致了综合利润率水平在拼多多平台相对低；但拼多多目前尚不急于将流量变现，因此对于商户而言营销费率相比淘系更有优势。

三、对拼多多和行业的总结思考

研究总结：

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

研究结果显示，现阶段**拼多多**对商户的最大吸引力，是更低的流量成本（佣金率和广告投放费用低于其他平台），所以商户愿意在平台上出让部分毛利，供给更低价的商品（低价是影响拼多多商品展示优先权的重要因素，价格越低，商品展示的优先级越高）；而对于用户而言，最大的吸引力来自于高性价比；总结下来，就是平台目前正在出让自己的收入来招揽用户和优质商户（意味着未来拼多多的货币化率有提升空间）。

而**淘系**（尤其是天猫）对于商户最大的吸引力，在于更高质量的购物需求（消费者接受在淘系以较高价格购买商品）、用户人群的多样性（可做新产品的多人群市场测试）、用户数据的完备性（可利用阿里的数据指导新品开发）、营销工具的先进性。

总结来看，天猫在一二线品牌方面的优势仍然是非常牢固的，这些品牌对天猫的忠诚，不光是来自阿里的“二选一”压力，更多是跟着消费需求走；但**拼多多**的低成本流量优势和流量运营能力，让三四线品牌对拼多多渠道的重视度和认可度不断提升。

思考一：关于拼多多的不同发展阶段，及对行业的影响

拼多多的崛起是近 4 年来电商行业最大的变数，拼多多成立至今，可以划分为 2 个发展阶段：

从用户角度：

2015-2018 年的“低价爆款+游戏低成本引流”阶段。2018 年及以前，拼多多通过“低价爆款拼团+社交裂变”的模式，配合大范围的推广营销，完成了初始用户积累（**2018 年的活跃买家数已达 4.2 亿**）。这个时期的代表性产品包括“砍一刀领现金/商品”、“多多果园”等，巨大的流量池也吸引了大量商户入驻。从整个电商行业来看，在拼多多成长起来之前，行业的竞争格局（2016、2017 年左右）已经相对稳定了，但随着拼多多快速崛起，下沉市场的新机会开始被关注，行业迎来一轮发展与竞争的新高峰：阿里 2018 年推出了“淘宝特价版”的独立 APP，19 年初全面升级“聚划算”的战略定位；京东 18 年底将拼购业务提升至战略层面，19 年“京东拼购”的 APP 和小程序更名“京喜”，接入微信的一级入口。

2019 的“百亿补贴 1.0 引入高单价标品扭转用户心智”阶段，到今年“百亿补贴 2.0 品牌化升级”的阶段。2019 年开始，拼多多希望优化商品和服务供给增加用户留存和复购，同时也希望在用户需求方面实现“破圈”（不限于只满足 20 元以下的购物需求）。19 年 618 前后推出的“百亿补贴”计划，标志着拼多多的发展进入新阶段。从用户角度，百亿补贴提供的高端品牌型商品扭转了低质低价的心理印象；从供给端看，百亿补贴开辟了一个专区，将品牌型商品的展示和白牌型商品的展示区隔开来，缓解了品牌型商品面临的低价竞争压力，高客单商品的销售额占比逐步提升。优质的需求和供给是相互成就的，通过百亿补贴，拼多多启动了需求和供给共同升级的正向循环，目前已初步实现用户需求的破圈和供给端的优化，复购率在不断上升：20/03 的前 12 个月，拼多多的年活跃买家数达 6.3 亿，人年均消费金额达 1,842 元，相比 2018 年提升了 63%。“百亿补贴”的推出，给整个电商行业也带来了新变化，此前电商平台的优惠活动规则有日渐复杂化的趋势，但是“百亿补贴”的推出，让优惠规则回归到“直降”这种最直接的方式，在商品促销及拉新效果方面特别有效，因此“百亿补贴”也被淘系和京东所借鉴，只是两个平台的动机和拼多多不太一样。

从商户角度：

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

2015-2018 年的“低价爆款+游戏低成本引流”阶段。这个阶段，是拼多多流量在下沉市场流量快速起量的阶段，一批擅长做“低价爆款”模式的商户被拼多多低成本、高增长的流量所吸引，从其他平台迁徙到拼多多；此外，“低价爆款”使产品的销量的可预测性提升，使得部分此前有生产能力但是没有终端零售经营能力的工厂，可以在拼多多平台上从“产能”升级成“厂牌”，这个时期诞生了一批“拼品牌”。这个时期拼多多商户数高速增长，活跃商户数从 17Q1 的 9.7 万家，2 年时间内增长到 2018 年底的 360 万家。

2019-2020 年的“百亿补贴”1.0 和 2.0 阶段。这个阶段，拼多多的活跃买家数已跃至全国第二且地位稳固，流量端的增长的重心由“人数”转变为“人均”，供给端改善的优先级提升。平台将店铺进行分级，分为个人店和企业店，企业店又分旗舰店、专营店、专卖店；并通过流量倾斜的方式来吸引优质商户的入驻和留存，目前已经有了一定进展，虽然商户的增速相对放缓（2019 年底有 510 完活跃商户），但商户发生了结构性的变化，根据我们的了解，企业店铺的数量占比和 GMV 占比相对 2018 年明显提升。

思考二：关于拼多多的“品牌升级”与天猫的现阶段差异

2018 年下半年开始，拼多多开始做品牌化升级，包括今年百亿补贴 2.0 的重点之一，也是将商品的促销推广由“单品”维度上升到“品牌”维度。路径选择和当年淘宝转型天猫非常相似，所以很多人会思考，拼多多的品牌化终局是否会和阿里一样。探讨品牌化升级，要问几个问题：

一、 **什么是电商平台的品牌化升级**？是供给端品牌商户/商品的占比提升。

二、 **电商平台为什么要品牌化升级？**从服务用户角度，是为了优化购物体验，帮助用户实现**消费升级**；从服务商户角度，是为了帮助品牌获得**品牌溢价**。

中国的消费市场，不是由一个人的需求乘以 14 亿倍，而是由 14 亿不同人的需求构成，有总量大且层次多的特点。在这个背景下，消费升级或是品牌溢价也是多层次的。消费升级侧重不应是花了更多的钱去消费，而是无论价格如何，消费了不同物品之后效用得到改善（无论从实用层面，还是精神层面），比如，以前喝 100 元的红酒现在喝 1000 元的红酒是一种消费升级；而以前只能用 400 元购买普通电饭煲但现在可以用 400 元购买 IH 电饭煲了，也是一种消费升级。在不同的消费分级里实现不一样的消费升级，是我国消费市场的现状。

供给端的“品牌溢价”之于不同品牌，也有不一样的含义，比如名创优品和爱马仕的品牌溢价的来源就有很大差异：名创优品的品牌溢价，更多是来源于品牌品控的稳定性，及降低用户的试错成本，更偏向实用性层面；而爱马仕的品牌溢价，和实用性关系不大，更多来自于消费者对品牌的某种价值观的认同，和身份归属感的寻求，更偏精神层面。

回到电商平台的品牌化升级，因为对用户的消费升级及商户的品牌溢价方面，拼多多和天猫目前的侧重不一样，因此我们认为，二者的品牌化升级的含义也不完全一样。比如，**天猫**目前更多是帮助品牌做宣传营销，拔高品牌调性，实现毛利率的提升；而“把资本主义倒过来”是**拼多多**成立的理念基础，因此**拼多多**的品牌化升级，差异优势在于帮以前没有姓名的工厂直接对接消费者，实现从没有品牌到品牌的建立。

三、 **电商平台的品牌化路径是什么？**一是招募更多品牌入驻，二是为新品牌的诞生提供土壤。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

回顾过去 10 年，中国整个电商行业的品牌化升级，更多是依靠传统线下品牌的数字化实现的，天猫是这个过程的重要助推者和受益者；目前传统品牌的数字化红利期已经过去，未来 10 年的电商品牌化升级，可能更多来自于新品牌的诞生。所以新锐品牌的扶持与造势，及产业带商家（尤其是出口转内销型）的争取，是目前各大电商平台品牌化升级过程中的发力重点。

四、品牌化的方法是什么？如何让更多品牌加入

拼多多目前的方式是，1）对商户进行分级管理，开辟“百亿补贴”专区，让品牌型商品和白牌型商品分开展示，减少品牌型商品面临的低价竞争压力；2）对优质商户，给予流量上的扶持倾斜，用低流量成本吸引商户加入。从方法上，和阿里当年专门开设“天猫商城”，并在流量上给予天猫商户倾斜，有相似之初。

所以综上，拼多多的品牌化的选择，可能和当年阿里通过天猫品牌升级的选择是相似的，但是品牌化的过程和达成的结果，目前看是不一样的。未来，在新品牌的争夺方面，二者的竞争可能会加剧，但基于两个企业的优势及理念的不一样，各自会有差异化的优势。

投资建议

中国的实物商品的线上渗透率目前为 25%，我们长期仍然看好商业交易的数字化进程，建议关注 1）在流量运营端有优势的电商平台：拼多多(PDD.O，买入)，2）具备流量红利，电商交易规模快速提升的互联网社区：值得买(300785，买入)；2）去中心化电商 SaaS 服务商：中国有赞(08083，未评级)、微盟集团(02013，未评级)。

风险提示

拼多多供给端优化效果不及预期：今年公司推出百亿补贴 2.0，利用流量补贴吸引品牌入驻，如果品牌入驻意愿不高，或是阿里二选一的压力加大，则会面临供给端的升级优化不及预期的风险。

拼多多获客成本提升：互联网整体用户增长放缓，线上流量竞争加剧，如果用户留存度难以提升，则拼多多的获客成本有大幅上升的风险。

附录一：拼多多和淘系的营销工具

一、拼多多的营销工具

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图 4：拼多多的营销工具

资料来源：多多大学，东方证券研究所

表 2：拼多多各营销工具及其特点

	CPS 多多进宝	CPC 多多搜索	CPM 明星店铺	CPT 首页
是什么	按照效果计费（CPS）的营销推广工具	按照点击收费（CPC）的营销推广工具	按照每千次展现计费（CPM）的营销工具	按照时间计费（CPT）的营销推广工具
操作方法	商家设置优惠券和佣金比例，激励推手分享商品链接，推手获取佣金，买家获得优惠券，商品实现销售	商家购买关键词，用户搜索相关关键词时商品就会出现在广告位	商家购买服务，买家搜索品牌词，搜索结果页顶部会出现店铺创意，买家可点击进入购买商品	商家需要和小二、平台广告部协商方案，店铺创意会出现在首页，买家点击进入购买
计费方式	商家按最终有效交易金额向推手支付佣金；推手佣金=流量*转化率*客单价*佣金比例	展示免费，买家点击扣费；搜索扣费=下一位质量分*下一位出价/自己的质量分+0.01	商家自行设置每千次展示价格，出价范围 20-300 元，平台按实际展示次数扣费；排名=店铺权重*CPM 出价	按时长计费，每月资源定价根据实际情况调整
使用门槛	0 销量入门，适合新商家	商家最常用推广方式	仅向旗舰店、专卖店、专营店开放	适合较大的品牌
流量展现形式/位置	多多进宝网站、多多进宝公众号、多多团长 APP、及推手分享的各渠道	搜索结果页从第一个商品开始每 6 个有一个广告位，搜索排名=出价*质量分，得分越高排名越靠前	搜索结果页置顶 banner	首页 Banner 2-7 帧；多多果园 NPC；现金签到页招财猫 icon
备注		核心在竞价；影响质量分的因素有 DSR 评分、买家		

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

		评价、用户体验、点击率转化、产品质量		

资料来源：多多大学，东方证券研究所

二、阿里巴巴的营销工具

表 3：阿里的营销工具及其特点

	淘宝客	直通车	钻展	品销宝
基本情况	按成交计费（CPS）的营销推广工具	按点击付费的（CPC）的营销推广工具	按展示付费（CPM）和按点击付费（CPC）都有，包括展示广告、移动广告和视频广告	按展示收费（CPM）的营销推广工具
操作方法	商家设置佣金比例，淘宝客帮助商家推广商品，买家点击推广链接完成商品交易	商家购买关键词，买家搜索结果页通过关键词展现相匹配商品，商户可自行设置出价、每日限额、推广人群与广告创意等	商家选择广告位并上传自行设计的创意后，充值并完成投放；买家通过在淘内、淘外各大平台和网站看到的创意链接进入店铺完成购买	商家投放广告，买家搜索与关键词匹配时店铺创意会出现在结果页最上方位置，买家点击进入购买
计费方式	支付金额=宝贝实际成交金额*商家设置佣金比例	展示免费，点击扣费；单次点击扣费=（下一名出价*下一名质量分）/商家本身质量分+0.01	CPM 按竞价收费，每千次展现收费，点击不收费，CPM 扣费规则=下一名 CPM 结算价格+0.1；CPC 按点击收费，点击付费投放模式下将“点击出价”折算成“千次展现的价格”后与其他商家竞争；CPM=CPC*CTR*1000	按千次展现计费；有最低的起拍价，起拍价会根据当前市场价格进行调整，商户可以进行出价系数的设置，最终展现出价系数设置更高的店铺。
使用门槛	适合新商家	适合价格适中商品，不适合新手卖家	适合有明确品牌定位和品牌个性的卖家	仅限旗舰店和专卖店
流量展现形式/位置	导购平台、中小网站、移动 APP、个人及其他第三方（合称“淘宝客”）的媒体资源上	买家搜索结果页，综合得分（出价*质量分）越高，商品排名越靠前	淘宝系购物平台、综合门户、影视网站、社交网站、垂直社区，按照出价从高到低展现	淘宝/手淘 app/UC 浏览器的搜索结果首屏最上方位置
备注		广告创意质量、商品和买家搜索意向相关性、买家		

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

		体验是质量分重要影响因素		

资料来源：阿里妈妈，东方证券研究所

2019 年上线的、商户好评度较高的信息流推广营销工具“超级推荐”，帮商户实现“货找人”。

一、概况

收费模式：按点击付费（CPC）和按展示收费（CPM）

核心资源位：猜你喜欢（首页/购物车/支付成功页）、微淘关注热门、有好货、直播广场精选

支持推广形式：商品、微淘图文、哇哦视频、直播间、淘积木（超级推荐专属模板）

二、计费方式

在 CPC 扣费模式下，商品是免费展现的。CPC 出价会按照 CPM= CPC*CTR*1000 的计算公式换算成 CPM，在与其他商家竞争的过程中，价格高的将会被优先展现。

超级推荐扣费规则=下一名的 ECPM（预估千次展现费用）/PCTR（预估点击率）*PPC（点击单价）+0.01

超级推荐各时间段的出价将会由系统按照竞价的高低来排名，价高者会优先获得展现机会。当出价最高者的预算消耗完毕，就会轮到下一位开始展现，以此类推，直到该小时的流量全部消耗完为止，排在再后面的就无法获得展现机会。

三、推广方式

推广方式有**商品推广**、**图文/短视频推广**、**直播推广**、**活动推广**、**直播流量保障**。

商品推广：有三个场景，分别是：新品推广（帮新品实现冷启动）、爆款拉新、自定义计划（商户可操作空间更大）。

图文推广：将店铺优质内容通过微淘和猜你喜欢进行投放，与粉丝和潜在粉丝互动，提高优质内容互动率、浏览量、收藏和成交量，获得更多公域流量曝光。同时根据点击率、收餐架构率等数据分析，可掌握用户喜好，帮助更好的找到内容创作方向。目前拉新非常便宜，通过猜你喜欢和微淘组合投放，获取认知客户和老客户，特别新品上新的内容对老客户投放产出比非常高。

直播推广：超级推荐对店铺直播的价值在于助力新主播成长，提高店铺直播的整体效益。例如，通过 A/B 测试快速确定店铺直播间的封面图的点击率，帮助直播间获取在直播频道的公域流量；精准定向在首页“猜你喜欢”的位置，帮助新主播获取流量；通过老客户的重定向触达和回流帮助店铺新品快速动销，提高店铺直播的整体产出和维护老粉丝。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

附录二：拼多多在百亿补贴/农产品上行方面举措

表 4：拼多多“百亿补贴”相关举措

时间	内容
19/06	正式推出“百亿补贴“活动，联合品牌商拿出百亿现金针对全网热度最高商品例如 Iphone、戴森等进行让利保证全渠道最低价，消费者反响激烈。
19/09	通过“百亿补贴”支持各种项目包括爆款单品补贴（Iphone 系列）、助力农货、医药（医药健康日）、汽车整车（66 拼车节）等吸引客户。
19/11	“双 11”期间，为近 200 品牌超 2 万多种产品提供补贴；推出“秒杀万人团”，囊括 SK-II 神仙水、雅诗兰黛小棕瓶等爆款单品；联合中国人保财险推出定制正品险，“百亿补贴”商品假一赔十；除 Iphone 系列外，将华为、小米等品牌热门机型纳入补贴。
2019	“百亿补贴”入口日活用户突破 1 亿，参与计划的国内外品牌超 2800 家，热门补贴商品超 23000 款。
2020	在现有百亿补贴的基础上追加 30 亿补贴和红包。
20/01	上线“抗疫情专用频道”，对相关医疗卫生用品和药品进行补贴，并向涉及抗疫相关物流订单和疫情期间坚持运营的商家进行定向补贴。
20/02	上线“百亿补贴节“，在日常补贴基础上，精选包括抗疫物资在内的热销单品加码补贴，满足复工需求，补贴比例从日常 20%增加 50%，新增”万人团“活动和”拼团现金奖“，上线当日活跃用户超 1.1 亿。
20/03	启动“多多春茶节”，通过补贴联合茶企推出超 1000 款新品；与国美合作启动“超级品牌日”，联合海尔、华为、美的、格力等品牌提供家用电器、电脑办公等 6000 多款家电、3C 类产品。 三月底，宣布推动“百亿补贴 2.0”版本，从中腰部品牌入手，推动经销商供货向品牌直供转变，通过合作品牌日等活动做定点突破树立标杆。
20/04	针对美妆实现补贴全覆盖，最高直接补贴比例达 60%，产品涉及口红、眼霜、精华等；开设运动品类专区，签约马布里直播卖篮球，加大潮鞋类产品补贴。4 月以来，户外出行相关类目销量大幅上涨，运动鞋、篮球、运动套装等商品销量上涨超 3 倍；
20/05	25 亿助力上海“五五购物节”，累计带动上海线下线上销售额总计超 32 亿元；上线“多多亲子节”，与 900 家品牌达成合作，覆盖 30000 款 SKU；举办“好吃节”，大牌食品如汉堡王、茅台、雀巢等全覆盖补贴。

资料来源：36Kr，亿邦动力，东方证券研究所

表 5：拼多多农产品上行相关举措

时间	内容
18/04	上线“多多果园”，用户通过分享、浏览、成单等行为能获得水滴，积攒到一定水滴种出果树开花后，拼多多会寄给用户一箱实体水果（水果为拼多多向平台商户采购）。上线后“多多果园”日活大幅增长。
2018	2018 年拼多多农产品及农副产品订单总额达 653 亿元，较 2017 年的 196 亿元同比增长 233%。
2019	2019 年拼多多“农货上行”团队将扩招 500-800 人，团队包含“拼农货”、“多多大学”、“扶贫专项组”三个团队，由农业专家、扶贫专家、数据分析师、平台农货运营专员、农产区拓展专员等人员构成。
19/04	拼多多宣布未来 5 年将打造 1000 个“多多农园”项目，通过多多农园，拼多多将实现消费端“最后一公里”和原产地“最初一公里”直连。首站落户云南保山。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

19/08	联合 500 个农产区举办“农货节”，拼多多将深度联合 2 万名商家，推出超过 20 万款高性价比的全国农特产尖货，利用“万人团秒杀”、多多果园等现象级入口。12 天带动超销售 1.1 亿单农货，其中一线城市的农产订单占比达 4 成。
19/11	将继续发挥“拼农货”模式优势，推动国内更多产区农货上行，培养孵化 500 个农业供应链品牌。
2019	2019 年，拼多多平台农（副）产品成交额达 1364 亿元，同比增长 109%；平台农（副）产品活跃商家数量达 58.6 万，同比增长 142%；活跃买家数达 2.4 亿，同比增长 174%，复购率超 70%。
2020	为了加大支持农产品上行的力度，拼多多计划在 2020 年将农货上行团队扩充至 2000 人；联合物流生态合作伙伴，探索农产品上行专用电子面单，对农产品包裹与普通包裹做区分，进一步扩大农产品上行的规模。
20/02	上线“抗疫农货”专区，帮助部分农产区解决疫情时期农产品滞销问题，覆盖全国近 400 个农产区包括 230 多个国家级贫困县近 28 万个 SKU 的商品。
20/03-04	与广东省、湖北省、陕西省等多地的农业农村厅达成战略合作，开设地方特产专区，邀请县市负责人在拼多多直播，帮助农民带货。

资料来源：36Kr，亿邦动力，东方证券研究所

表 6：拼多多“新品牌计划”相关举措

时间	内容
18/12	推出“新品牌计划“，帮助 1000 家工厂打造 C2M 模式（产品定制化），首期试点 20 家工厂，包括潮州松发陶瓷、浙江三禾厨具等。
19/06	半年时间里，累计收到 6000 家企业申请，近 500 家品牌企业参与试点，正式成员达 62 家，推出定制化产品 1200 多款，订单量 5700 多万笔。
19/07-08	与国内最大显示器设备制造商之一 JVC 合作，推出定制化智能电视等产品，进一步扩展定制化产品覆盖领域。
19/09	截至 9 月底，正式成员已达 85 家，超过 800 家企业参与了 C2M，累积推出超 1800 款定制产品，订单量超 7000 万，成为新生代本土品牌的主要源发地之一，有望在三年内实现十亿级别的定制化产品年订单量。
19/12	倾斜资源培育 100 家销售额过亿的家纺制造企业；下沉到优势区域产业集群，和地方政府联合推出“新品牌联盟”。
20/03	与宁波市达成战略合作，帮助宁波超 15000 家企业探索 C2M 定制化生产，通过平台直连内需市场，预计年销售额超 800 亿元，外贸转内需市场超 200 亿元。
20/04	帮助上海外贸企业线上开店营销，提供数据和流量支持，助力外贸企业出口转内销。

资料来源：36Kr，亿邦动力，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

东方证券 ORIENT SECURITIES

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

如果群里报告过期

请加微信联系我索取最新

1、每日微信群内分享7+最新重磅报告;

2、每日分享当日华尔街日报、金融时报

3、如果看到群里报告过期了，请扫码联系

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，仅分发做内部学习

扫一扫二维码后台回复 加群

加入“研究报告”微信报告群。

liaohan.net nblax520.com